

追风硬科技：券商股权投资投资的盛宴与清醒

证券时报记者 孙翔峰 谭楚丹 马静

8月10日，台风“白海豚”过境，浙江、上海等地出现大暴雨到特大暴雨。遇上航班停飞的张鑫(化名)，只能换了两趟高铁，从深圳赶到上海。

“去张江看个项目，去晚了可能就没机会了。”张鑫说。作为某中型券商私募子公司的业务骨干，他主要负责投资半导体产业。随着全球人工智能(AI)资本浪潮汹涌而至，张鑫的工作也被按下了加速键。

张鑫的快节奏工作，是整个行业的一个侧面。在产业政策和市场反馈的双重激励下，券商投资硬科技企业的热情不断高涨。执中ZERONE数据显示，2025年券商私募子公司谱系合计参与投资约466次，对应轮次融资金额约878.78亿元。到了2026年上半年，这组数据已分别达282次、607.24亿元，券商对股权投资业务的提速肉眼可见。

甜头打破传统认知

长鑫科技、宇树科技的相继亮相，给本就日渐火热的券商股权投资(PE)业务掀起了一场“财富风暴”。

长鑫科技上市首日，市值轻松突破3万亿元，一跃登顶A股市场。当天，招商证券的一位工作人员在社交媒体发文称：“2020年5月，招商证券在安徽市场敏锐捕捉到了一次历史性的战略机遇……最终，招商证券以合计10亿元的总出资额，成功完成了对长鑫科技的首轮投资。”

这位工作人员感慨道：“这不仅仅是招商证券历史上金额最大的一笔股权投资，更彰显了公司在服务国家战略性新兴产业时，敢于前瞻布局、果断下重注的战略魄力！”

投资长鑫科技，让很多机构赚得盆满钵满。基于长鑫科技3.5万亿元市值计算，招商证券、华安证券、中金公司、中信建投、国泰海通等券商，通过前期投资而斩获的收益将在数十亿元乃至百亿元规模，个别券商的该笔收益可能超过公司去年全年净利润。值得一提的是，在长鑫科技IPO项目中，中金公司、中信建投还担任保荐人及主承销商，招商证券、国泰海通则为联席主承销商。

“长鑫科技作为硬科技IPO标杆项目，彻底重塑了券商股权投资行业的布局逻辑。”山西证券相关负责人对证券时报记者表示。

该负责人认为，长鑫科技案例验证了券商“投早投硬科技+长期陪伴+三投联动(投行、投资、投研)”模式的可行性，打破了券商股权投资偏重中后期、财务套利的传统认知，证明早期深度布局硬科技可实现高额回报与产业价值的双赢。同时，该案例还大幅提升了全行业对硬科技赛道的高度重视，推动行业资源从传统赛道向半导体、AI、高端制造等硬科技领域倾斜。

继长鑫科技后，又一明星股——宇树科技上市在即，券商践行的上述模式将再一次获得验证。根据证券时报记者对宇树科技股东信息穿透式统计，保荐机构中信证券通过私募基金子公司中信金石投资和另类子公司中证投资早期入股，后续又跟投，合计持股超过了400万股，成为持有宇树科技股份数量最多的券商。

批量涌入谨防内卷

在产业政策鼓励下，证券公司的股权投资业务开始集中奔向“硬科技”，由此也渐渐产生了热门赛道资金扎堆的现象。

中金资本表示，公司在新一代信息技术、新能源、新能源汽车、生物医药、高端制造、航空航天等新兴产业，以及人工智能、量子科技、具身智能等未来产业领域均积累了一定优势。

国泰海通开元也称，公司重点聚焦集成电路、新能源、新材料、生物医药等主流科技赛道，以及具身智能、大模型、量子计算、可控核聚变等前沿科创领域。

广发信德则表示，公司在半导体集成电路、具身智能、量子科技和可控核聚变等未来产业领域建立了竞争优势。

除了头部券商，中小券商也在深耕硬科技赛道。兴证投资称，公司着眼于发掘尚处孵化期、体量虽小却解决关键领域“卡脖子”问题、具备自主闭环能力和国产替代潜力的领军科创企业。

不过，随着资本市场逐步火爆，资金对硬科技标的的争夺也异常激烈。“我看的项目公司，其实并不是行业明星，但是现在市场太卷了，每一个可能的机会都不能错过。”张鑫在连换高铁赶赴上海时如是说，“别说下大雨，下刀子也得去。”

国海创新资本总经理周文莉对证券时报记者表示，当前，一级市场的投资集中在人工智能和机器人、商业航天以及部分未来产业，导致竞争强度明显增加。

她解释，一是优质硬科技项目供不应求，数十家机构同步扎堆跟进，项目获取之争白热

化；二是项目融资节奏变得很快，要求相关方快速出TS(投资意向书)、压缩决策时间，给到的尽调时间和材料也有限；三是有些项目确实存在估值泡沫，估值脱离基本面，透支企业后续成长，拉低了项目的风险收益性价比。

深圳一家中小券商私募基金子公司总经理向证券时报记者表示，实际上，自去年以摩尔线程为代表的硬科技明星上市后，券商股权投资行业的“抱团”现象就明显加剧。

在他看来，这背后有多股力量在推动：一是硬科技赛道本身收窄，半导体、AI、新能源等方向成为共识——大家即使不想抱团，客观上也只能往同一个方向看；二是地方政府作为LP的话语权越来越重，明星项目上市后，出资人的诉求倒逼GP跟风布局；三是头部机构不敢落下一个赛道，否则会被客户质疑“没有眼光”。在此背景下，估值水涨船高，份额越来越难拿。大机构尚可被动适应，中小机构要么被洗牌出局，要么只能靠低成本慢慢熬过周期。

中信金石投资董事兼总经理常军胜也坦言，与一年前相比，股权投资市场的竞争激烈程度显著加剧。不少优质半导体、AI大模型、人形机器人、商业航天等细分赛道项目的融资，同时涌入了券商系PE、政府产业基金、市场化VC、实业资本等多种类型的投资机构。

常军胜认为，当前，热门硬科技赛道的早期标的估值持续上行，针对优质项目股权份额的争夺十分激烈，仅依靠资金报价很难获取投资份额。企业在筛选投资方时，更综合考量机构能否同步配套上下游产业资源、多轮次持续提供资金支持等增值赋能。过热的市场环境，也容易催生阶段性估值泡沫，这也对投资机构的产业判断定力、理性定价把控力等提出了难度不小的考验。

要警惕幸存者偏差

长鑫科技IPO的一记敲锣，敲出了招商证券等一众券商“一日看尽长安花”的春风得意，也敲出了更多券商心中的无奈与辛酸。

证券时报记者在采访中获悉，某大型国有上市券商的董事长在了解了招商证券投资长鑫科技的来龙去脉后，在公司内部对相关团队发出灵魂拷问——为什么没有抓住长鑫科技这样的机会？相关团队坦承，当年确实存在误判。

在创投领域，大多数券商仍是“小玩家”，无论是资本实力还是市场影响力，竞争优势十分有限。招股书的股东名单显示，长鑫科技的持股机构覆盖了头部银行、保险等金融机构近20家，还有阿里巴巴、腾讯、美的、小米等一系列产业巨头。宇树科技的股东名单也与此类似，不乏美团、字节跳动、深创投等来自相关行业的头部机构。

华福资本有关负责人对证券时报记者分析，券商系私募股权机构在业务发展过程中，仍面临多重现实约束。比如，资金募集面临激烈的市场竞争，品牌影响力、管理规模、募资渠道等并不占优势；热门赛道有资金扎堆布局，投资同质化、内卷化特征明显，项目估值持续走高，优质项目的获取难度显著加大；项目退出渠道较为单一，高度依赖IPO上市，多元退出工具不足等。

“幸存者偏差，还是要警惕的。目前，大家看到一些券商投出了爆款项目，但实际上还有很多项目没有跑出来或者成为问题项目。”一家大型券商私募基金子公司人士对证券时报记者表示，不能基于长鑫科技的成功，就认为券商的股权投资业务要大干快上，“这里面还涉及耐心、专业——找准赛道、挖掘优质项目的的能力，也就是投资能力体系的建设问题”。

证券时报记者梳理A股43家上市券商的股权投资业绩发现，2025年，有13家机构出现净利润亏损，其中3家为另类子公司，余下为私募基金子公司。比如，上海某中型券商的私募基金子公司2025年净利润亏损超过2亿元，深圳某小型券商的另类子公司净利润则亏损超过1亿元。

从后视镜来看，即便是看似完美的长鑫科技案例，在当年也并非没有争议。上述大型券商私募基金子公司人士回忆，“当时投完后，很多机构在一段时间内也是顶着很大压力的。毕竟这类企业能否跑出来，彼时是看不到太清晰的前景，可能这也是风险投资的魅力吧。”

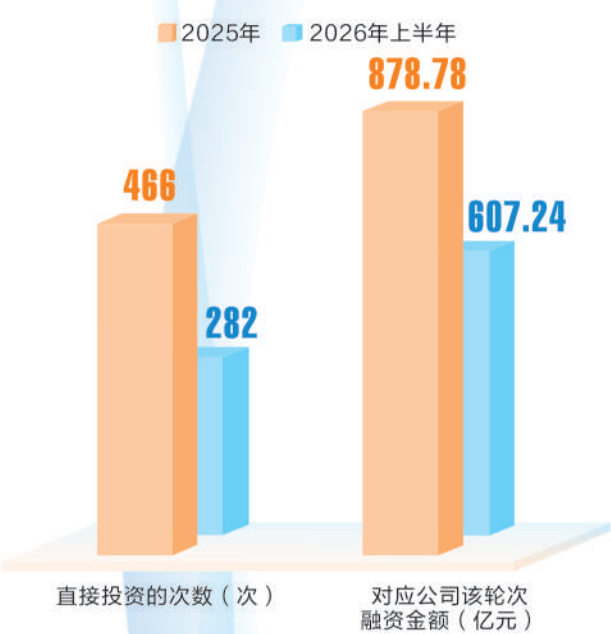
“我们也知道，行业的发展都离不开周期——风来了，就要努力往前飞。”张鑫说。

数据来源：执中ZERONE、东方财富
谭楚丹/制表 图片来源：AI生成

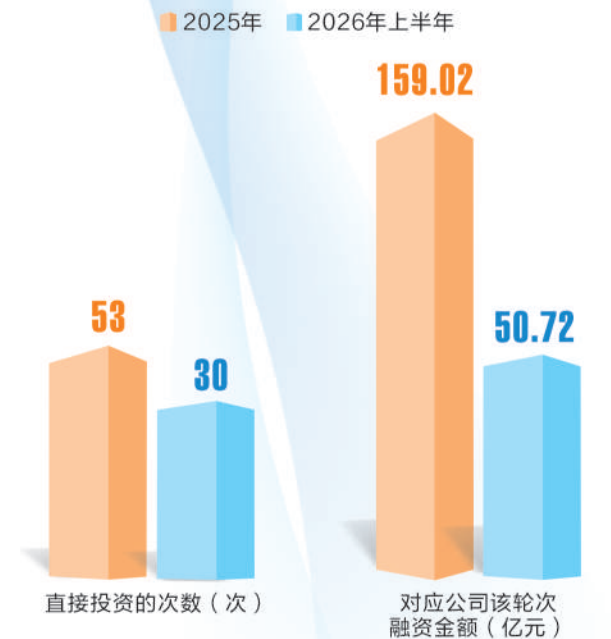
长鑫科技十大股东名单（截至7月27日）

名次	股东名称	持股数（亿股）	占总股本持股比例
1	合肥清辉机电企业管理合伙企业（有限合伙）	130.44	19.50%
2	合肥长鑫集成电路有限责任公司	70.48	10.54%
3	国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司	52.56	7.86%
4	合肥集鑫企业管理合伙企业（有限合伙）	50.37	7.53%
5	安徽省投资集团控股有限公司	47.60	7.12%
6	浙江阿里巴巴云计算有限公司	23.19	3.47%
7	合肥产投壹号股权投资合伙企业（有限合伙）	11.11	1.66%
8	兆易创新科技集团股份有限公司	10.86	1.62%
9	深圳市招银云亭成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	9.52	1.42%
10	北京峰益企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	9.01	1.35%
10	和谐健康保险股份有限公司	9.01	1.35%
10	合肥建长股权投资合伙企业（有限合伙）	9.01	1.35%

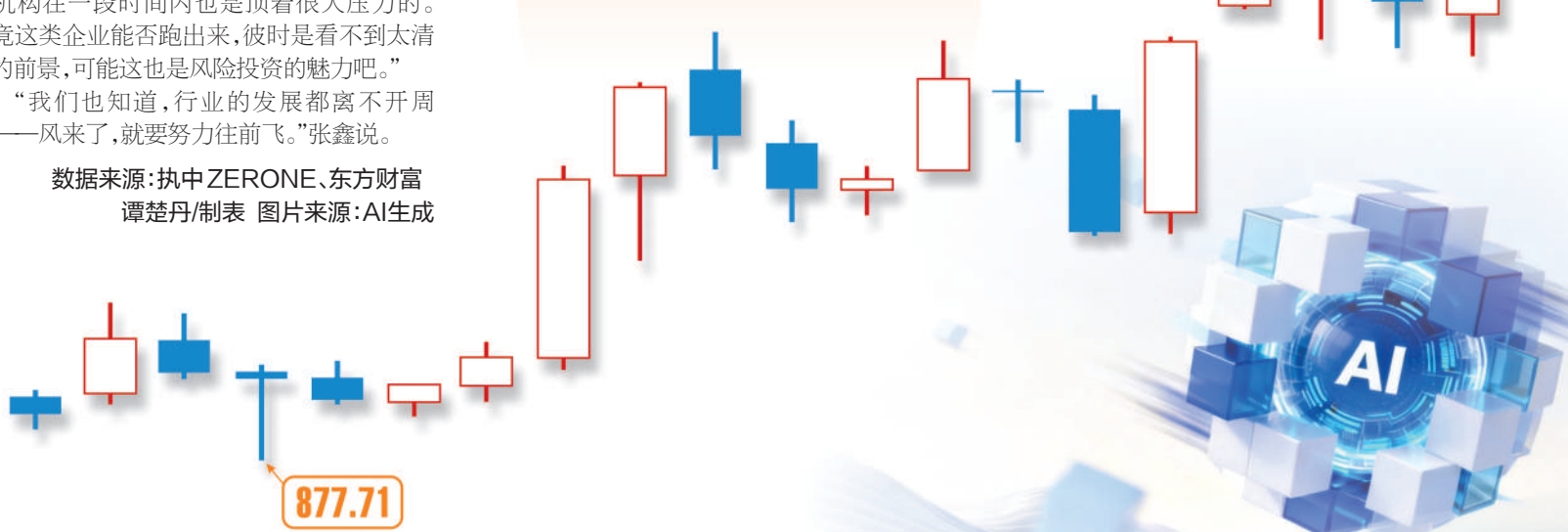
券商私募子的投资情况



券商另类子的投资情况



2025年以来
科创50指数（000688）
月K线走势



长鑫科技IPO带出的造富效应，让相关券商不由得再次走到聚光灯下。

时至今日，券商股权投资业务的发展已历经近20年。作为资本市场的持牌金融机构，券商也是适合践行“耐心资本”的机构之一，但是在产业投资的版图中，券商系股权投资业务的市场份额依然偏小。

随着硬科技赛道成为证券行业的发力方向，券商系股权投资机构迎来了机遇，也面临着挑战——产业投资能力跟不上理念转型、短期考核机制与长周期投资天然错配、国资背景下的风控追责约束难免让团队在早期项目面前“不敢投”。

从财务投资到产业投资

“对外，我很少说自己来自券商系私募子。”一家中小券商私募股权基金子公司总经理向证券时报记者坦言，从业近10年，他观察到，相较于社会化PE/VC机构的产业投资思维，大多数券商系私募子过去沿袭的是财务投资逻辑，即追逐确定性，偏向成熟期的项目。“我们专注细分产业，打法不一样，所以券商背景反而不太提。”

早期，券商股权投资业务多采用Pre-IPO策略，侧重在企业成熟阶段介入，博取上市退出收益。近年来，在“投早、投小、投科技”的政策导向下，想要“卡位”硬科技赛道的券商私募子或另类子面临着投资理念和投资能力的转型。

广发信德高科技与智能制造投资部总经理黄贤村表示，这不是单一能力的比拼，而是一套体系化能力的综合考验，核心根基是产业深度认知与技术定价能力，同时叠加项目触达、决策效率、机制适配等多重考验。

在上述多重能力中，“基于产业研究的企业价值甄别能力”被多位受访人士视为最难突破的环节。

山西证券相关负责人向证券时报记者解释，当前，硬科技赛道技术迭代极快、技术路线未收敛、商业化周期不确定，传统财务投资逻辑完全失效，多数机构缺少产业专家型人才的深度积累，缺乏对底层技术、行业壁垒、国产替代空间的深度认知，容易出现“投错赛道、看错技术、高估商业化能力”的问题。

中信建投投资资本有关负责人观点更为直接——“券商团队长期习惯于用投行尽调思维看项目，但面对一个还在实验室阶段的技术路线，这套方法论需要根本性重构。”

在这位负责人看来，真正的产业理解是要能回答三个关键问题的：这项技术在产业链中解决什么真实痛点？商业化路径是否具备经济可行性？该技术在未来3—5年的产业演进中处于什么位置？“这种理解无法靠短期调研获得，必须建立在长期跟踪、反复验证、与产业一线深度互动的基础上。”

头部机构的长期实践，也为此提供了参照。中金资本总裁、执行委员会主任龙亮谈到，在紧扣国家战略与“十五五”重点产业方向

『投早、投小、投硬科技』券商如何放开手脚

证券时报记者 马静 谭楚丹 孙翔峰

的背景下，需要重点加强对企业核心团队的研判，关注创始人的格局、韧性和执行力；聚焦商业模式闭环分析，深入研判技术壁垒的可持续性，审慎论证商业化路径的可实现性；关注原创性价值与产业长远意义，摒弃短期功利主义，给予硬科技项目足够的成长时间与资源支持。

中信金石投资总经理常军胜透露，一方面，公司内部组建了180人的专业化投资团队，划分为12个细分行业及区域投资组，自上而下开展全产业链图谱梳理、细分龙头技术路线跟踪、专精特新中小企业摸排；另一方面，还联动中信证券600人专职研究团队协同论证。尽管如此，他仍然表示：“硬科技投资要求团队兼具技术背景与资本市场经验，高端产业背景人才的引进与培养仍是长期课题。”

中小券商的行动，其实也早已开始。国海创新资本总经理周文莉表示，早在2015年，公司就采用产业聚焦策略，要求相关团队在锁定的细分领域中做到项目尽量全覆盖、技术路线全掌握、科研与产业资源同步配套。“比如，在生物医药方向，我们对不同适应症和不同技术路线做了10年的长期跟进。”她表示，期待机构能加强自身专业能力建设，完成从单纯财务投资视角向产业投资视角的的转变。

考核错配与容错缺位

在“产业投资能力不足”这一共识之外，多位受访人士还提到，短期业绩考核与硬科技长周期投资的天然矛盾，正在掣肘券商股权投资的发展。

“现行考核机制侧重年度经营成果，与硬科技投资5—8年的长周期天然存在错配，一定程度上对前沿高潜力科创项目的中长期布局形成制约。”常军胜表示。

国泰海通开元相关负责人进一步解释，券商多为上市公司，对私募子等相关子公司存在较高的年度业绩要求，而硬科技早期投资的回报周期较为漫长。

山西证券相关负责人也提出，券商作为持牌金融机构，风控体系偏稳健，国资背景机构考核更侧重稳健性，对硬科技早期投资的高风险、长周期容忍度低，容错免责机制落地不够细化，团队布局早期硬科技项目的积极性受限。

面对上述制度性障碍，受访人士呼吁“松绑”。山西证券相关负责人建议，应落实创投容错政策，针对硬科技长周期投资特性，推行全生命周期考核，弱化短期收益指标，放宽早期科创投资风险容忍度，细化尽职免责落地细则，激活机构布局的积极性。常军胜也建议，拉长科创投资的业绩考核周期至5—8年，并设立专项容错机制。

莫要“一把尺子量万物”

此外，国资背景下的风险追责约束、风控合规体系与多元化业务发展需求的脱节，同样在限制券商布局早期项目的积极性。

“券商私募子大多为国有投资平台，合作出资方也以国有地方政府平台为主，国有资金占比非常高。早期科创项目普遍风险大、失败率高，现有国资相关问责机制可能制约团队投资意愿。”国泰海通开元相关负责人说。

常军胜也表示，作为持牌金融机构，券商的风控体系相对保守，对持续亏损、技术路线不确定的早期项目审批门槛更高，风险容忍度低于市场化创投机构，在估值弹性上存在约束，从而进一步放大了产业研判、精准定价的能力考验。

前述中小券商私募基金子公司总经理直言，券商的最大问题是“金融机构思维太重，合规风控一把尺子插到底”，习惯于用标准化业务合规思维来衡量早期项目，花大量时间论证企业存在的问题，却忽略了企业成长过程中本就存在瑕疵和试错的特征。“具有产业背景的投资人能感同身受，他看早期项目就如同看到了曾经的自己。券商里没有人真正搞过产业，理解不了企业早期阶段遇到的什么问题才是真问题，是成长的必经代价。”他说。

6月，中国证券业协会向券商内部下发《传导》，提到了中信建投另类子公司的建议，称另类子公司应构建与多元业务相匹配的买方合规风控框架，摒弃照搬母公司传统中介业务“一把尺子量万物”的乙方思维。具体路径包括：确立动态适配的方法论，建立垂直一体化的全生命周期管控体系；区分风险类别，完善关键人员执业的“全生命周期”账户监测及离任审计，对不同业务类型设定差异化审批阈值。

竞速硬科技赛道 券商凭啥跑得赢